Kyoto University Working Paper　J-58

機関投資家のプライベート・エクイティー投資
－日本の実態と国際比較－

濱田康行[1]、澤邉紀生[2]、桐畑哲也[3]、
片川真実[4]、宮宇地俊岳[5]

2007 年 2 月

キーワード：プライベート・エクイティ、機関投資家、運用資産、投資配分、期待リターン、
ベンチマーク

【連絡先】 京都大学大学院経営管理研究部三菱 UFJ キャピタル寄附講座
住所：〒606-8501 京都市左京区吉田本町
電話：075-753-3523 電子メール：katagawa@econ.kyoto-u.ac.jp

---

[1] 京都大学大学院経営管理研究部三菱UFJキャピタル寄附講座教授
[2] 京都大学大学院経営管理研究部助教授
[3] 奈良先端科学技術大学院大学先端科学技術研究調査センター助教授
[4] 京都大学大学院経営管理研究部三菱UFJキャピタル寄附講座助手
[5] 京都大学大学院経済学研究科博士後期課程大学院生

1.　研究目的

本調査は、日本の機関投資家のPE投資[6]の実態を明らかにすることを目的として実施した。そのために、下記の 6 つの地域で行われた先行研究との比較可能性を考慮して以下の点に焦点を置いて調査の設計を行っている。なお、本調査は、Adveq社がオーストラリア・スイス・ドイツ・イギリス・オランダ・北欧(ノルウェー、スウェーデン、フィンランド、デンマーク)の 6 つの地域において各国の研究機関と共同で行った調査の一環として行われた。調査数・回収率に関してはFig. 1 を参照のこと。

PE投資への配分

- どの程度の機関投資家が既に PE 投資を行っており、何年頃に開始したのか。
- 既に PE 投資を行っている機関投資家は、総運用資産のうちどの程度の割合を PE 投資に配分しているのか。
- また、現在と将来を比べると、その配分割合はどのように変化するのか。

PEに対する投資形態

- PE 投資には直接投資、シングル・ファンド投資、ファンド・オブ・ファンズ投資の 3 つの投資形態が存在するが、現在、それぞれの投資形態が占める割合はどの程度であるか。
- 将来、その投資形態の割合はどのように変化すると考えられているのか。

地域別の配分

- 現在の PE 投資は、自国への投資を含め、どのような地域に配分されているのか。
- 将来にわたって、その配分比率はどのように変化すると考えられているのか。

PE投資の目的

- 日本の機関投資家は PE 投資を行うにあたり、何を最も重要な狙いとしているのか。
- また、回答者は、PE 投資についてどの程度の期待リターンを見込んでいるのか。そして、上場株式投資と比較した場合に、どの程度の上乗せリターン(期待プレミアム)を見込んでいるのか。

---

[6] 本調査におけるPE投資とは、機関投資家が従来から行っている伝統的な資産クラスへの投資以外、つまりオルタナティブ投資と呼ばれる中で、更に、ベンチャー企業に対する直接投資、ベンチャー・ファンド及びバイアウト･ファンドへの投資、更に前述のファンドに対する投資を行うファンドへの投資といった、所謂ハイリスク・ハイリターンを狙う間接的・直接的な未公開企業への投資のことを意味する。

満足度

・ PE 投資に対する期待が明らかとなった一方で、彼らが実際に得た投資リターンが期待通りのものだったのか。

2. 調査サンプルと調査方法

本調査は、2006 年下半期に日本の機関投資家 1,584 機関を対象に実施された郵送調査である。調査票の設計にあたっては、6 つの地域における先行研究との比較可能性を考慮したうえで、日本の実状に合わせるよう工夫を行った。そのために 2006 年上半期に機関投資家に対するインタビュー調査を行った。

今回の調査は、様々な異なる性格をもつ機関投資家を全体として俯瞰した場合に得られるPE投資の実態を明らかにすること目的としている。そのため、調査対象には、年金基金(企業年金基金及び業界団体による年金基金)、保険会社(生損保）、銀行、投資顧問会社、証券会社及びその他機関投資家が全て含まれている[7]。

1,584 機関のうち 171 の機関投資家から回答が得られた(回答率 10.8%)。そのうち無回答を除いた有効回答数は 151 である。運用資産額を回答した 139 機関の運用資産総額は約 95.4 兆円に相当する。機関投資家のカテゴリー別での回答カバー率は、運用資産残高ベースで損害保険会社が最も高く(84.6%)、次いで生命保険会社(31.5%）、企業年金基金(4.8%）、業界団体年金基金(3.1%)の順となっている[8]。4 カテゴリーにおける本調査の回答カバー率は45.7%(運用資産での加重平均値）となった。

---

7 年金基金に関しては、法制度上・運用方針上、未公開株式投資を行わないことが公表されている基金（例えば、国民年金、厚生年金保険）を調査対象から除いている。

8 カバー率は、各カテゴリーの回答者の運用資産の合計を、そのカテゴリーに属する国内投資家の総運用資産で除することにより算定した。各カテゴリーの総運用資産には以下の数値を用いた。企業年金連合会の「企業年金における資産運用の状況 2005 年度年次報告書」によると、2006 年 3 月末時点の日本の年金基金の総運用資産残高は約 75.2 兆円であった。保険業界の運用資産残高については、2005 年度生命保険業界貸借対照表・損害保険業界貸借対照表の有価証券勘定の総計を用いた（それぞれ、生命保険業界が約 47.5 兆円、損害保険業界が約 23.7 兆円である）。

Fig. 1: 各地域で実施された調査の概要

調査地域	公表年	調査の範囲	回収率	調査した市場
日本	2007 年	対象：1584 機関 回答数：171 機関 (詳細回答：151)	11%(機関数ベース) 46%(資産残高ベース)	全市場を対象
オーストラリア	2005 年	回答数：60 機関 (詳細回答：40)	24%(機関数ベース)	年金の市場。規模の大きい基金のみ
スイス	2004 年	回答数：100 機関	23%(機関数ベース) 43%(資産残高ベース)	保険と年金の市場
ドイツ	2006 年	回答数：263 機関	33%(機関数ベース)	保険と年金の市場
オランダ	2005 年	回答数：336 機関 (詳細回答：100)	30%(機関数ベース)	保険と年金の市場
北欧	2005 年	回答数：206 機関 (詳細回答：106)	36%(機関数ベース)	保険と年金の市場
イギリス	2005 年	回答数：239 (詳細回答：102)	12%(機関数ベース)	保険・年金およびアドバイザリー市場

2.1. 事業種別

調査対象となった機関投資家を事業種別に６つのカテゴリーに分類した場合、回答数ベースでの事業種別内訳と運用資産残高ベースでの事業種別内訳は、それぞれ Fig. 2.1.1.と Fig. 2.1.2.のようになった。

回答数ベースでは、業界団体による年金基金(37.8%)で最大となり、次いで企業年金基金(18.5%)、銀行(8.6%)、生命保険(5.3%)、損害保険(4.6%)となった。

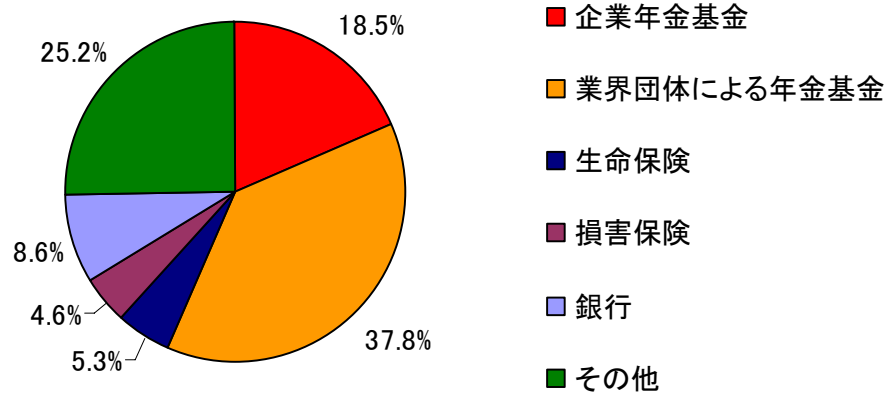
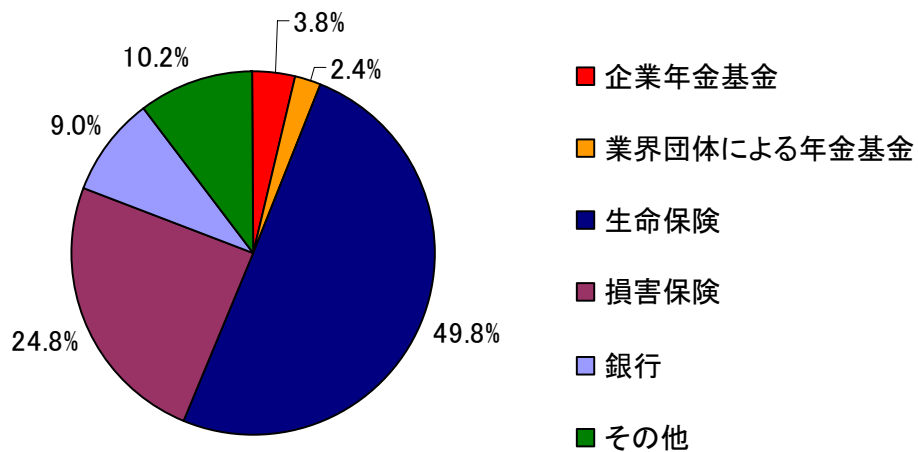
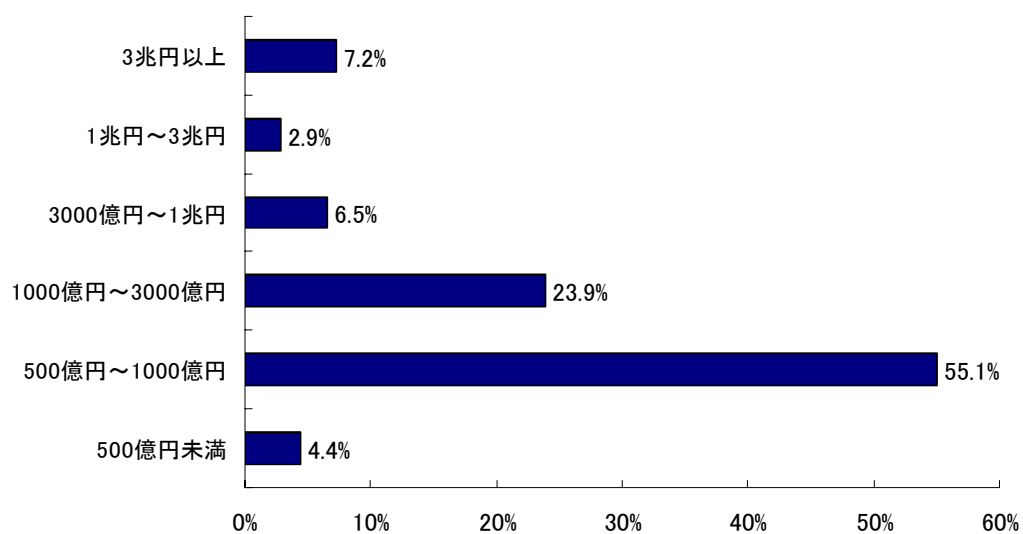
Fig. 2.1.1: 調査サンプルの事業種別の内訳

運用資産残高ベースで最も多いのが生命保険(49.8%)、次いで損害保険(24.8%)、銀行(9.0%)となった。資産残高ベースでは保険会社が大きな割合(74.6%)を占める。

Fig. 2.1.2: 調査サンプルの運用資産残高ベースでの事業種別内訳

2.2. 現在の資産運用残高

回答者の現在の運用資産規模は、Fig. 2.2.に示されている。なお、当該運用資産残高には、PE をはじめ全てのアセット･クラスが含まれている。

回答者の過半数(59.5%)の運用資産規模は 1 千億円未満であり、23.9%が 1 千億円から 3 千億円、6.5%が 3 千億円から 1 兆円、10.1%が 1 兆円以上の資産を運用している。

Fig. 2.2: 回答者の運用資産残高別

3. 現在の PE 投資状況および今後の方針

更に、回答者には、現在の PE 投資の状況および今後の投資方針について、様々な角度から質問を行った。

- 現在の PE 投資への配分および将来の見通し
- 現在の投資形態別の配分および将来の見通し
- 現在の地域配分および将来の見通し

3.1. PE 投資を行っている機関投資家の属性

PE 投資を既に行っているかどうかについての調査結果をまとめたものが Fig. 3.1.1 である。それによると、日本の回答者の 25.2%は、調査時点で既に PE 投資を行っていた。

PE 投資を行っているかどうかを、調査した各国で比較してみると、オーストラリアを除き日本同様「いいえ」が「はい」を上回っており、現時点においては、欧州においても日本ほどではないにせよ PE 投資について積極的ではないことが明らかである。逆にオーストラリアは日本と全く逆比率を示しており、かなり PE 投資に積極的である。

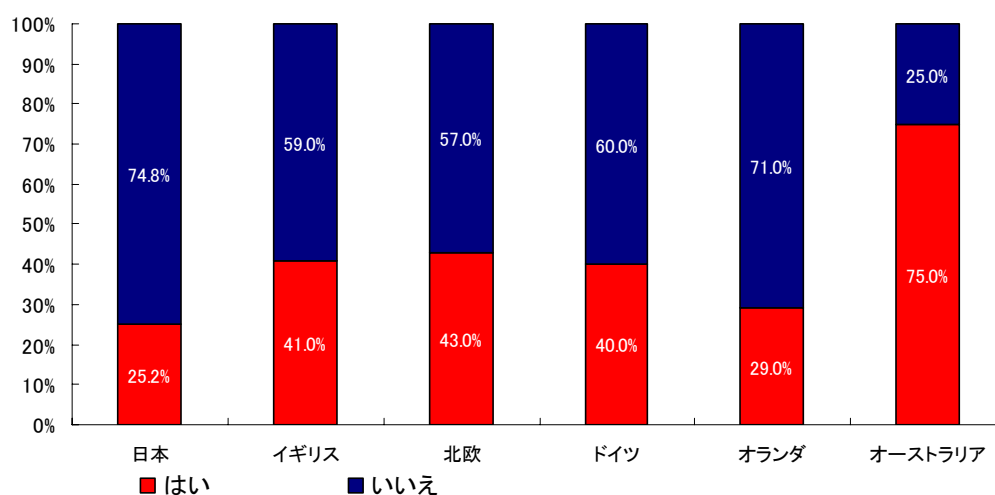
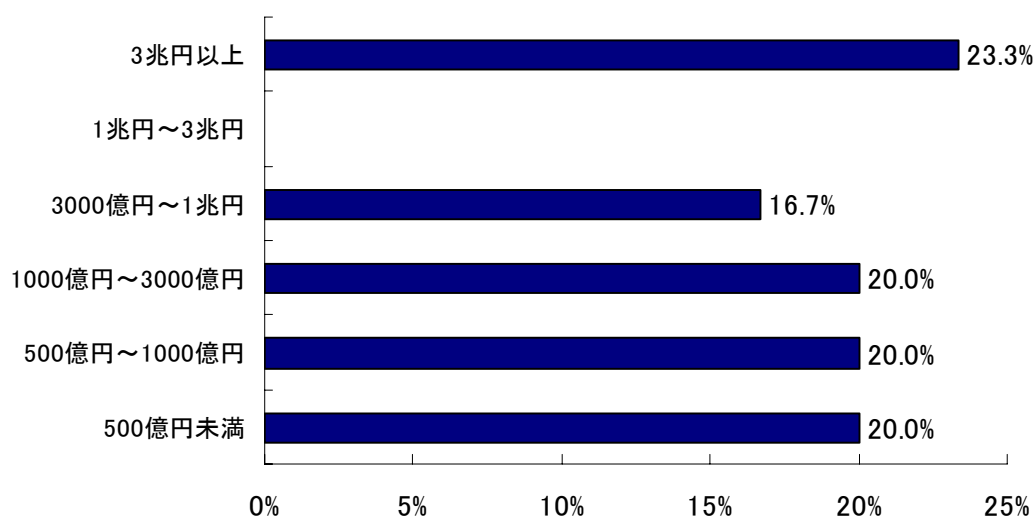
Fig. 3.1.1: PE 投資を行っているか否か

PE 投資を行っていると回答した日本の機関投資家の運用資産残高規模は Fig. 3.1.2.のようになっている。全回答者の時と比べ、3 兆円以上の資産を運用している機関の割合が最も高くなっている。また、3000 億円～1 兆円のクラスの割合も相対的に高くなっている。

Fig.3.1.2: PE 投資を行っている回答者の運用資産残高

更に、運用資産残高規模別に PE 投資を行っている機関投資家の比率を示しているのが、Fig.

3.1.3.である。3 兆円以上の運用資産をもつ機関投資家の間では 70%が、3000 億円～1 兆円の運用資産をもつ機関投資家の間では 55.6%が PE 投資に取組んでいることがわかる。Fig. 3.1.2.および Fig. 3.1.3.から、運用資産の規模と PE 投資の有無との間に、何らかの関係が存在する可能性がある。この点については、さらなる調査が必要である。

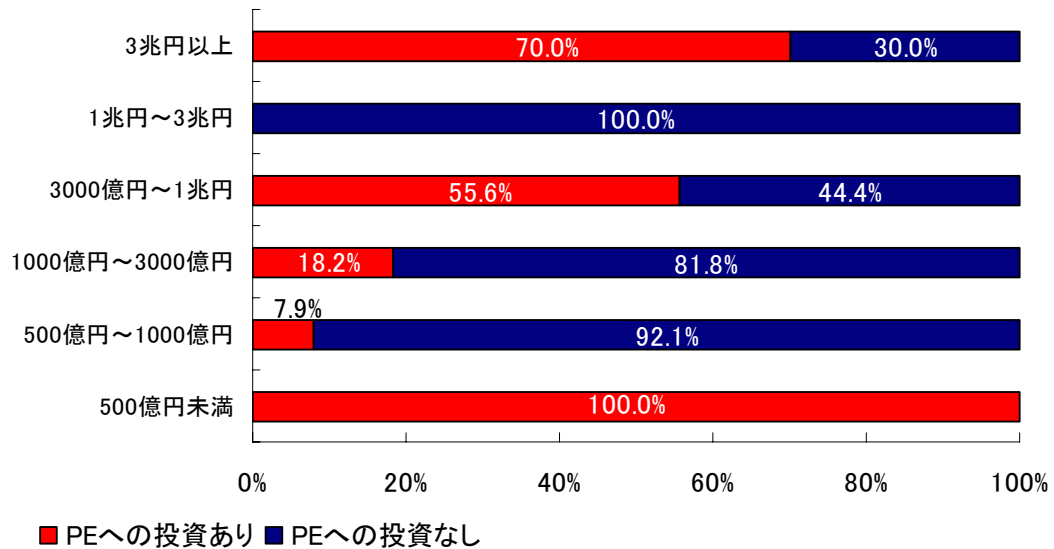
Fig.3.1.3: 運用資産残高規模別の PE 投資機関比率

また、PE 投資を行っていると回答した機関投資家だけを取り出し、回答件数ベースと運用資産残高ベースで事業種別内訳を示したものが、Fig. 3.1.4.と Fig. 3.1.5.である。回答件数ベースでは、全回答者の場合と比べ、金融機関の割合(銀行・保険で 44.7%)が高まっている。

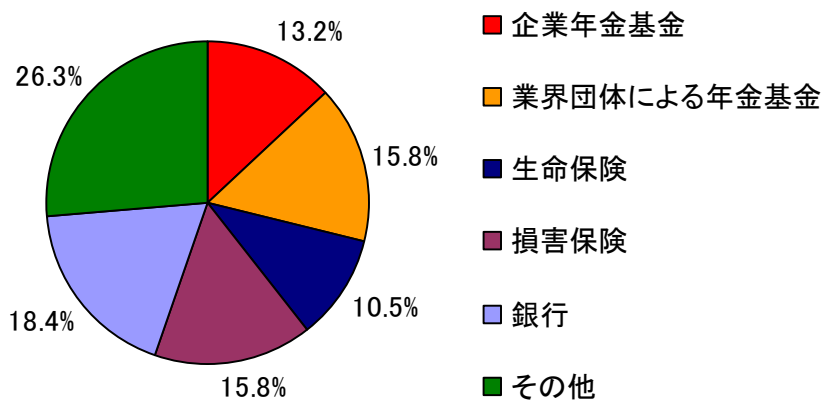
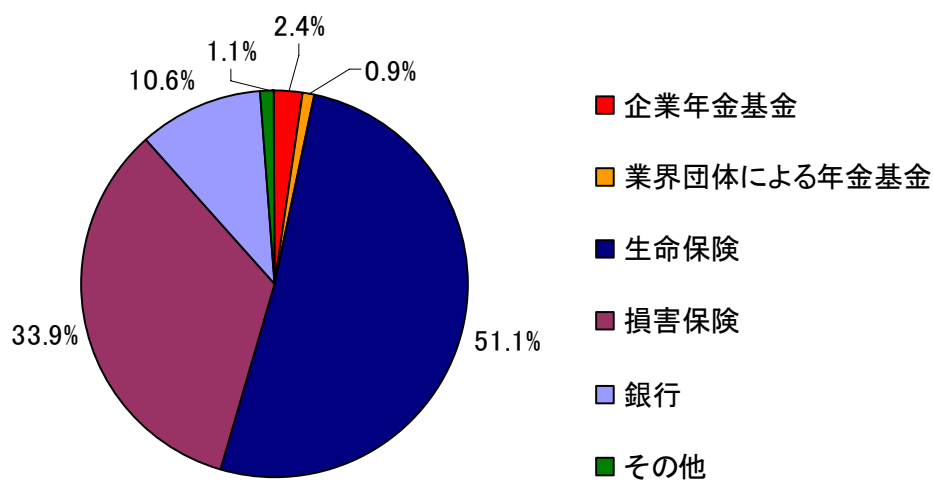
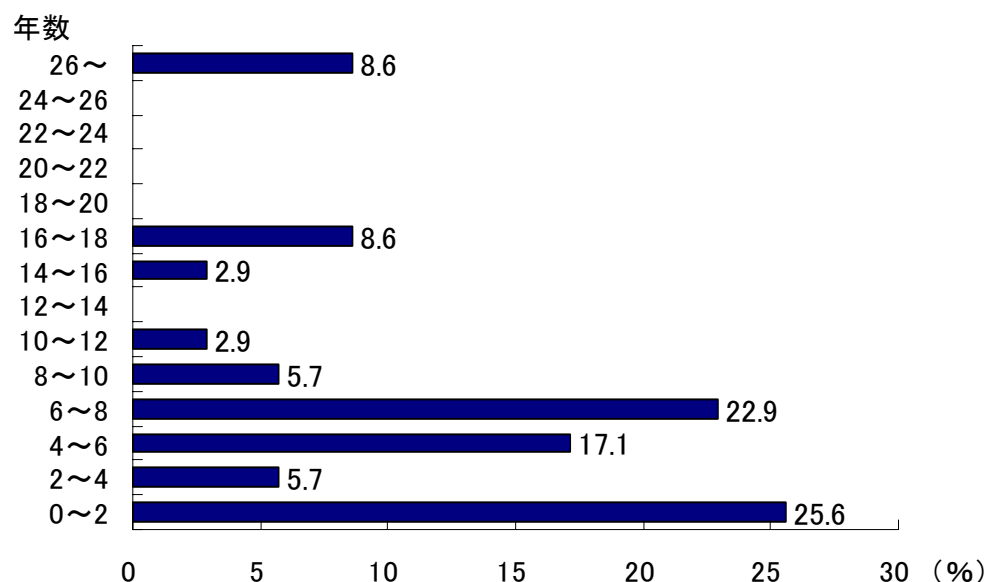
Fig. 3.1.4: PE 投資を行っている回答者の事業種別内訳

運用資産残高ベースで見ると、実際に PE 投資を行っている回答者の構成において、保険会社の比率がより一層高まる(生損保合計で 85%)ことがわかる。

Fig. 3.1.5: PE 投資を行っている回答者の運用資産残高ベースでの事業種別内訳

3.2. PE 投資年数

既に PE 投資を行っている回答者について、その投資年数を Fig. 3.2.に示す。

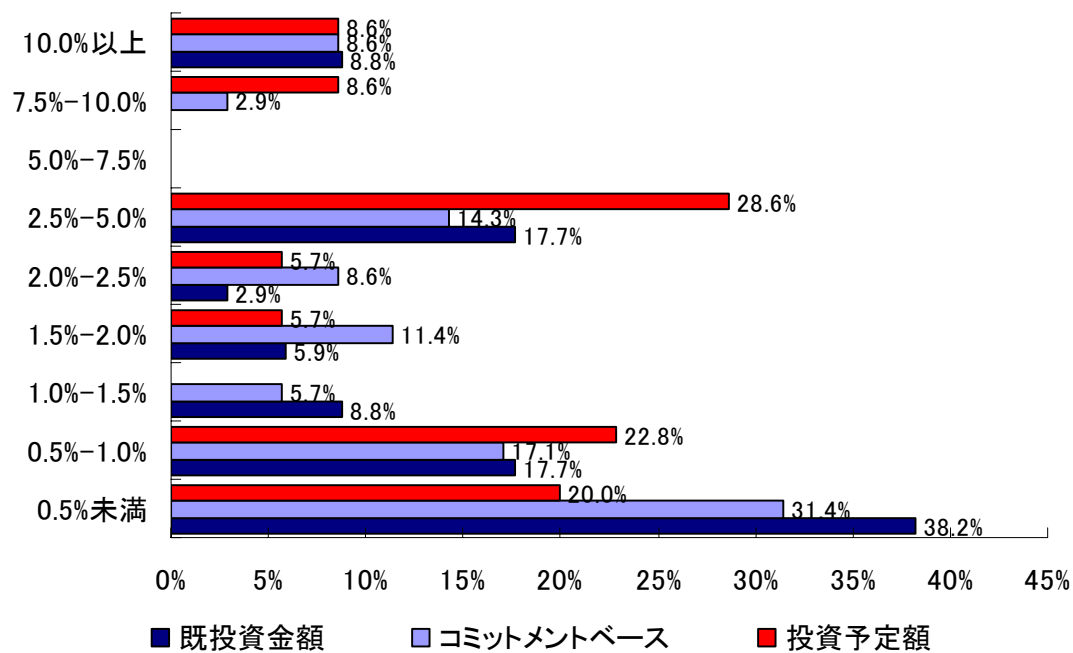
回答者の約 4 分の 1 は、PE 投資の経験を 2 年未満としており(25.6%)、48.4%が 6 年未満、10 年以上 PE 投資を行っているのは 23.0%となった。3 社が 26 年以上の PE 投資経験を有す

ると回答した(銀行 1、保険会社 1、事業会社 1)。

Fig. 3.2: 投資経験年数

3.3. PE 投資への配分

PE 投資に総運用資産のどれだけを配分するのかを、既に投資した金額（already invested)、コミットメントした金額(commitment base)、投資予定額(2-5 年後における target allocation)について示したのが Fig. 3.3.1.である。

既に PE 投資を行っている機関投資家のうち、8.8%が総運用資産の 10.0%以上を PE 投資に振り向けている。35.3%は PE 投資への配分は総運用資産の 1.0～5.0%であると回答し、55.9%は 1.0%未満としている。

コミットメントベースでは、8.6%が現在の総運用資産の 10.0%以上を PE 投資に振り向けている。また、40.0%が総運用資産の 1.0～5.0%まで PE 投資に配分すると回答しており、48.5%は 1.0% 未満と回答している。
今後 2～5 年間に、総運用資産の 10.0%以上を PE 投資に配分するという機関投資家は 8.6%で、現在の水準と変わらないことを示している。総運用資産の最大 10.0%まで振り向けると回答している機関投資家は 2.9%から 8.6%に増加しており、2.5～5.0%を PE 投資に振り向けるとした回答者は、現在のコミットメントベース 14.3%の 2 倍、28.6%に増加している。
Fig. 3.3.1: 現在の投資金額、現在のコミットメント額、投資予定額

PE 投資への配分について国際比較を行ったのが Fig. 3.3.2.以降のグラフである。Fig. 3.3.2.では、現在の PE 投資額が総投資額に占める割合の国際比較が示されている。PE 投資比率を 10.0%以上と回答したのは、北欧では 19.0%、オランダ 10.0%、日本 8.8%、ドイツ 0.0%であり、北欧が最も積極的に PE 投資を行っており、グラフで示したように PE 投資比率を 5.0%以上で区切ると、北欧 33.0%、オランダ 27.0%、オーストラリア 26.0%、日本 8.8%、イギリス 6.0%、ドイツ 0.0%と、更に各国の差は拡大し、北欧・オランダは共に 30%前後まで達する。

一方、PE 投資比率を 1.0%未満と回答したのは、ドイツ 71.0%、日本 55.9%、オランダ 35.0%、北欧 16.0%、となっており、日本とドイツが PE 投資に消極的であることが顕著に現われている。

Fig.3.3.2: 現在の PE 投資額が総投資額に占める割合

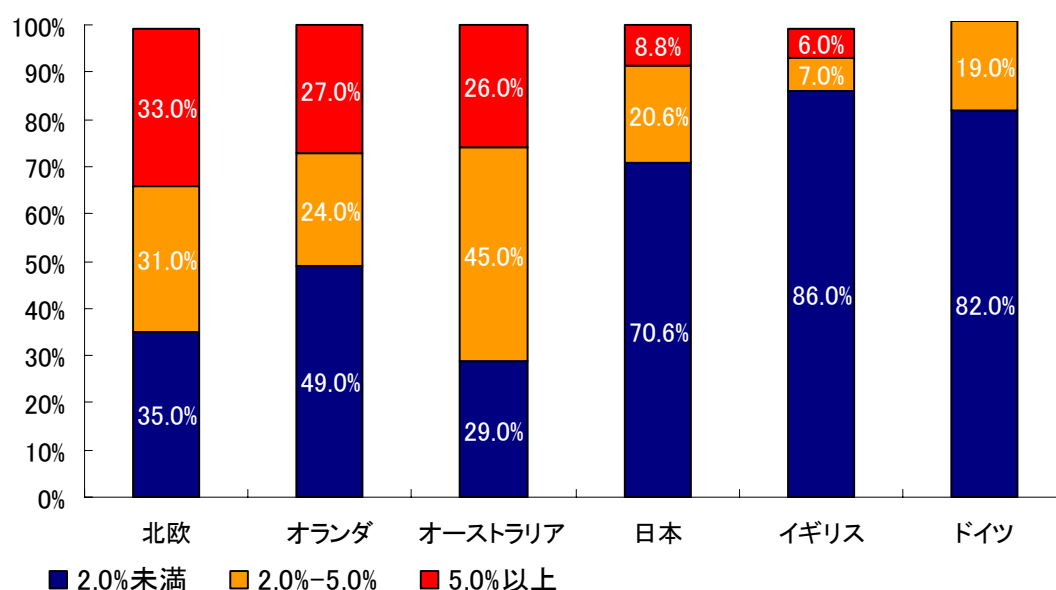
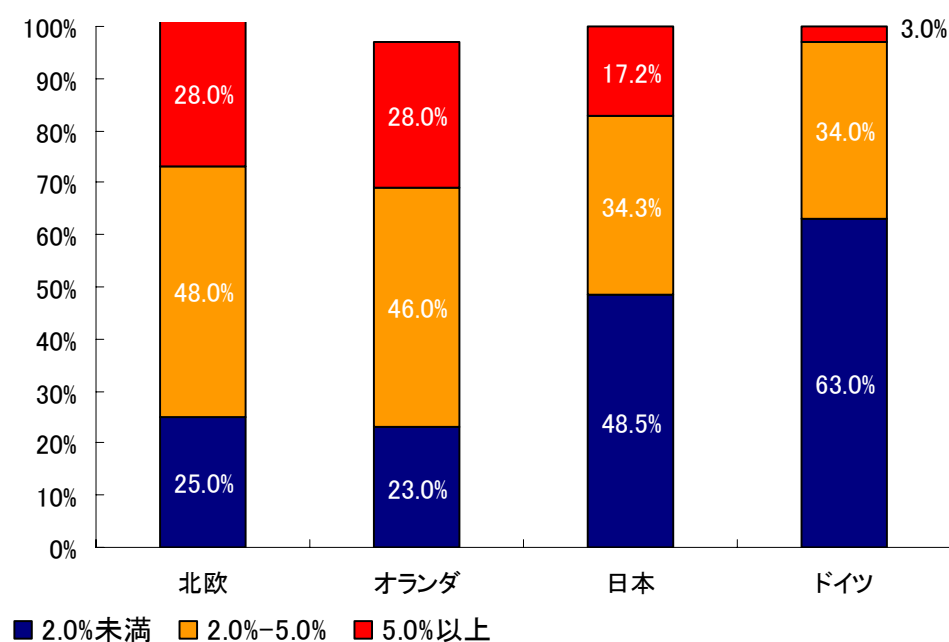



Fig. 3.3.3.は将来のPE投資額が総投資額に占める割合を比較したグラフである[9]。各国とも2.5%-3.0%の投資割合が多くなっている。1.0%未満でみると、日本 42.8%、ドイツ 34.0%、北欧 16.0%、オランダ 14.0%とドイツが 34.0%と多少高いものの、日本は 42.8%と将来においてもPE投資に対して相変わらず消極的であることが分かる。但し、現在から将来へのシフトで見ると、5.0%以上と回答した比率は、日本が 8.8%から 17.2%と倍増しており、北欧が 33.0%から 28.0%、ドイツが 0%から 3.0%、オランダが 27.0%から 28.0%とそれほど変化が無いことを考えれば、積極的にPE投資を行おうとする機関投資家層が、漸く増えてきたということもいえるだろう。これは、年金基金等の運用制限の撤廃と、日本市場の低迷によりこれまでの投資では利益が確保できないことからオルタナティブ投資が注目を集め始めたこと、PE投資が日本におけるオルタナティブ投資の一つとして、機関投資家に認識されてきたことがあげられる。

Fig.3.3.3: 将来の PE 投資額が総投資額に占める割合

9 将来のPE投資額が総投資額に占める割合という項目についての調査が実施され、かつ、その数値が明らかとなっていることが比較の条件である。そのため、現在の投資割合の項目と比べ、4カ国に減少している。

3.4. 現在および将来の PE 投資形態

PE 投資の方法には、未公開企業の株式へ直接投資する形態(直接投資)、未公開株式へ投資しているファンドに投資する形態(シングル･ファンド投資)、未公開株式へ投資している複数のファンドに投資しているファンド・オブ・ファンズに投資する形態(FoF 投資)の 3 形態がある。

Fig. 3.4.1.と Fig. 3.4.2.は、現在と将来の PE 投資形態について国際比較したものである。

本調査結果から、現在日本において最も一般的な PE 投資の形態はシングル･ファンドへの直接投資であり、この傾向は将来にわたって変わらないことが明らかとなった。シングル･ファンドへの直接投資は、現在の PE 投資全体の 63.6%を占め、将来は 60.5%とやや減少する見込みである。企業への直接投資は、現在は 16.4%で将来的には 18.0%へ、FoF 投資は、現在の 20.0%に対し、将来的には 21.5%へとそれぞれ増加する見通しである。また、現在の PE 投資の形態を比較すると、各国とも共通してシングル・ファンド投資が主要な投資形態であり、直接投資については北欧を除いて消極的である。

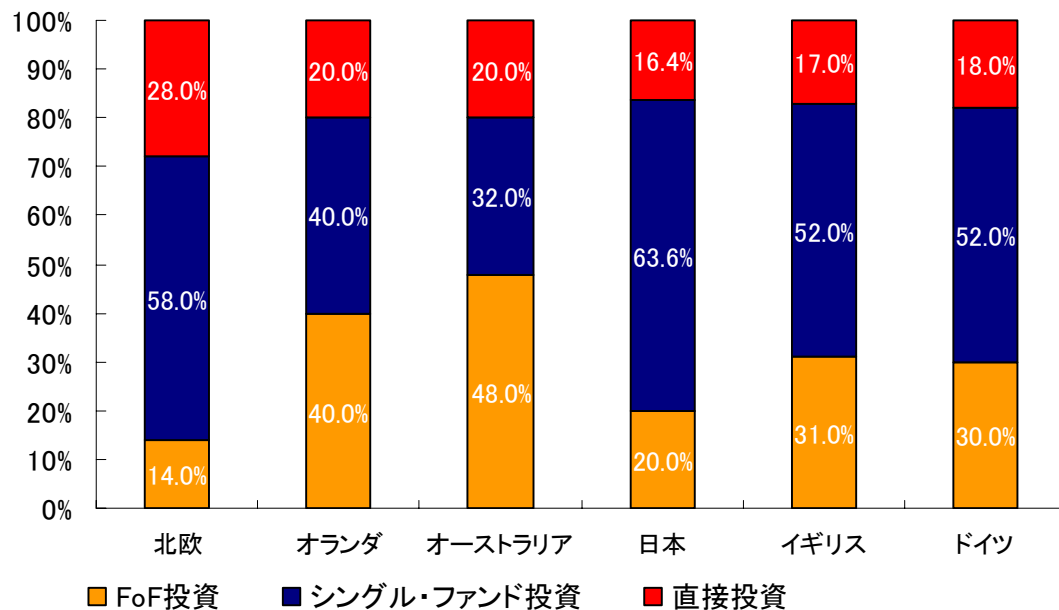
Fig. 3.4.1: 現在の PE 投資形態

将来の投資形態をみると、オーストラリア、日本、イギリスでは現在の投資形態とほぼ変わらないが、ドイツは、直接投資が現在 18.0%であるのに対し将来は 6.0%、FoF 投資については、現在 30.0%であるが将来的には 38.0%となっており、かなり FoF 投資にシフトすると見込まれている。また、北欧も同様に FoF 投資が増加すると見込まれる。

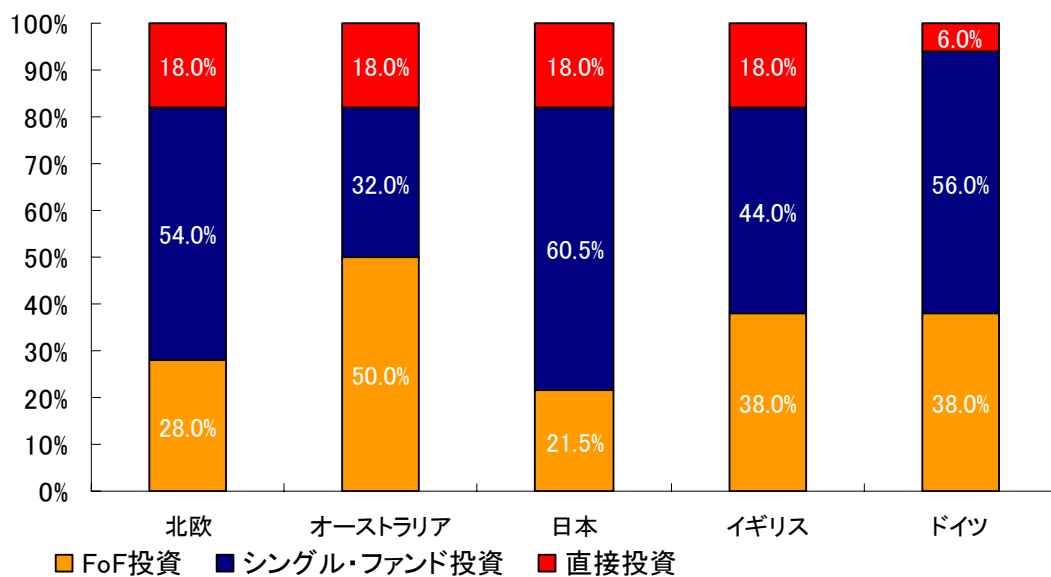
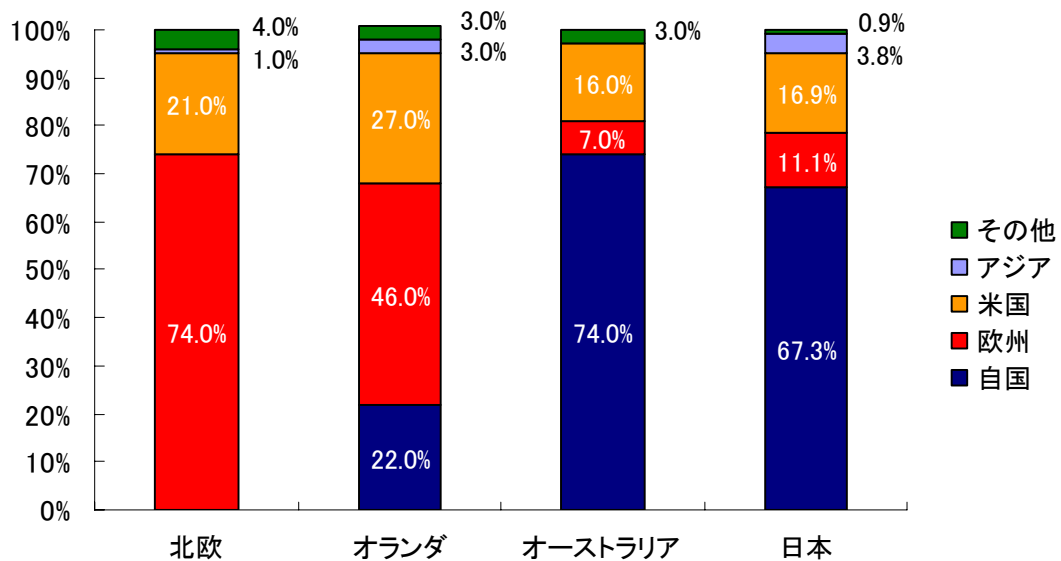
Fig. 3.4.2: 将来の PE 投資形態

3.5. 現在の PE 投資の地域配分

Fig. 3.5.1.と Fig. 3.5.2.は、現在と将来の PE 投資の地域別配分を国際比較したものである。

日本の場合、現在、PE 投資の大部分は日本国内に向けられている(67.3%)が、将来は 63.2%まで減少する見通しである。将来的には、欧米への投資が増えるなど、海外市場向け配分が高まる。また、アジア市場への投資も現在の 3.8%から 6.3%と伸びが見込まれる。

更に、現在の投資地域を比較すると、日本もオーストラリアもそれぞれ 67.3%、74.0%と圧倒的に自国への投資が多い。一方、北欧・オランダは自国への投資は少ないものの、欧州圏でみると北欧 74.0%、オランダ 68.0%とほぼ同比率となる。また、日本も含め北欧、オランダ、オーストラリアともアジア及びその他の地域に対する投資額は 10%にも満たない。従って、日本以外のこれらの国から日本に対する PE 投資があまりなされていないとこがわかる。

Fig. 3.5.1: 現在の PE 投資の地域配分

将来の投資地域については、全体的には、現在の投資地域同様自国あるいは周辺地域に対する投資が主要である。しかし、詳細に分析すると、オランダを除いた各国は、アジア及びその他の地域の投資比率を上げようとしていることがわかる。日本は自国・米国・欧州に対する投資をそれぞれ若干比率下げ、アジア及びその他の地域の投資比率を上げようとしており、その比率はアジア及びその他の地域の両方合わせても 4.7%から 7.4%と 3%弱のシフトであるのに対し、北欧、オーストラリアについては、北欧は 5.0%から 14.0%へ、オ

ーストラリアは 3.0%から 15.0%へと大幅にシフトさせようとしていることが分かる。

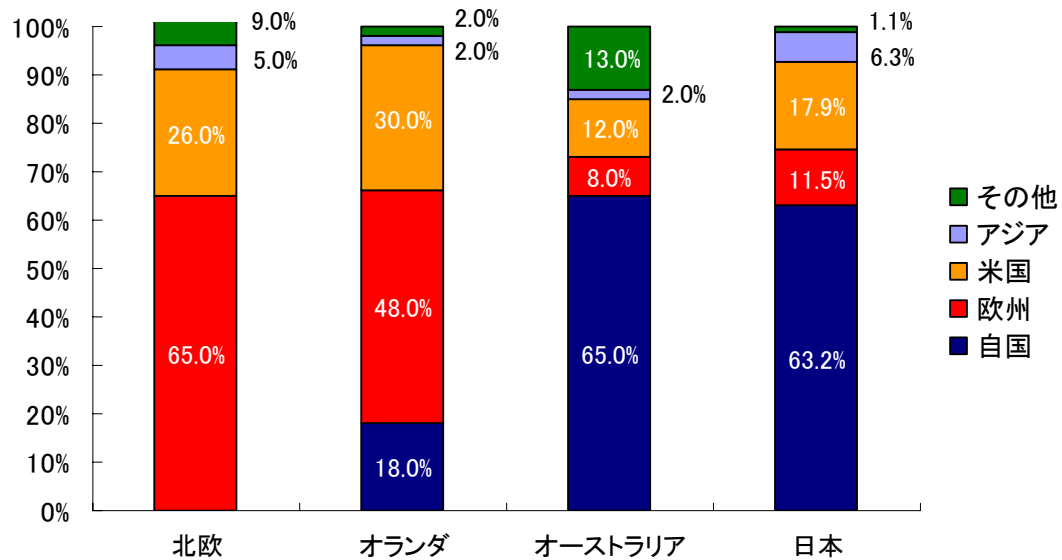
Fig. 3.5.2: 将来の PE 投資の地域配分

3.6. 現在および将来の投資形態別配分と地域配分

Fig. 3.6.1.および 3.6.2.は、日本の現在と将来の PE 投資の内容について、投資形態別の配分と地域配分という観点から分析したものである。

2 つの図は、投資形態が地域毎に大きく異なることを表している。概して、シングル･ファンド投資が、全ての地域において最も一般的な投資形態であるといえる。一方で、アジアと欧州においては、将来的には企業への直接投資の重要度が増すが、これは主に少数の企業がアジアと欧州において直接投資を大幅に拡大する計画であることに起因するものである。日本国内では、FoF 投資が更に広まりそうである。米国においては、相対的に今後も投資形態に大きな変化はみられない。その他の地域では、FoF 投資が向こう 2～5 年間で 16.7%から 31.7%へとほぼ倍増する。

Fig. 3.6.1: 現在の地域別投資形態

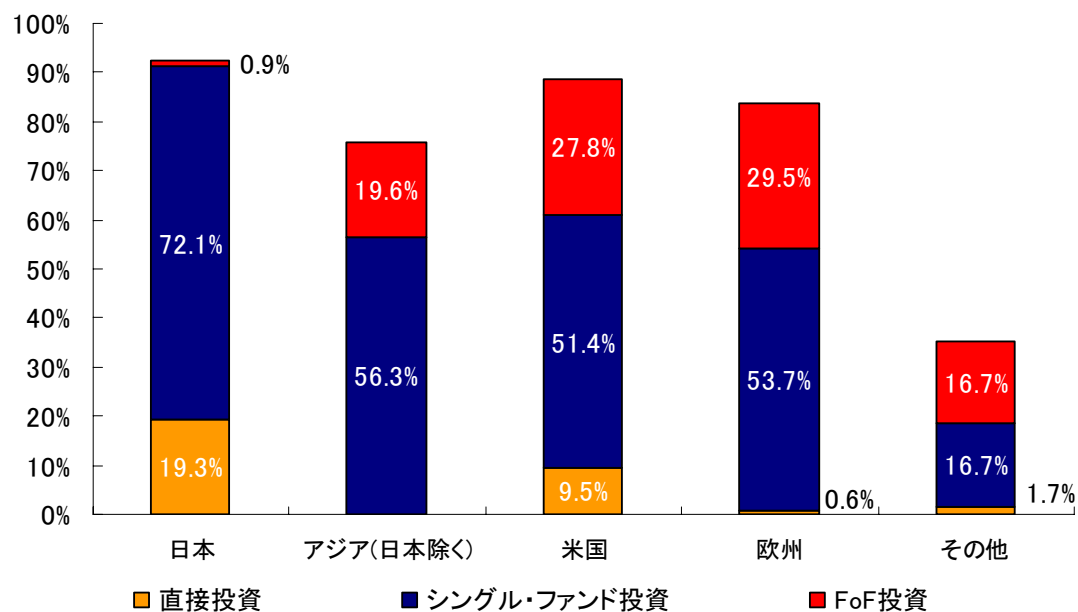
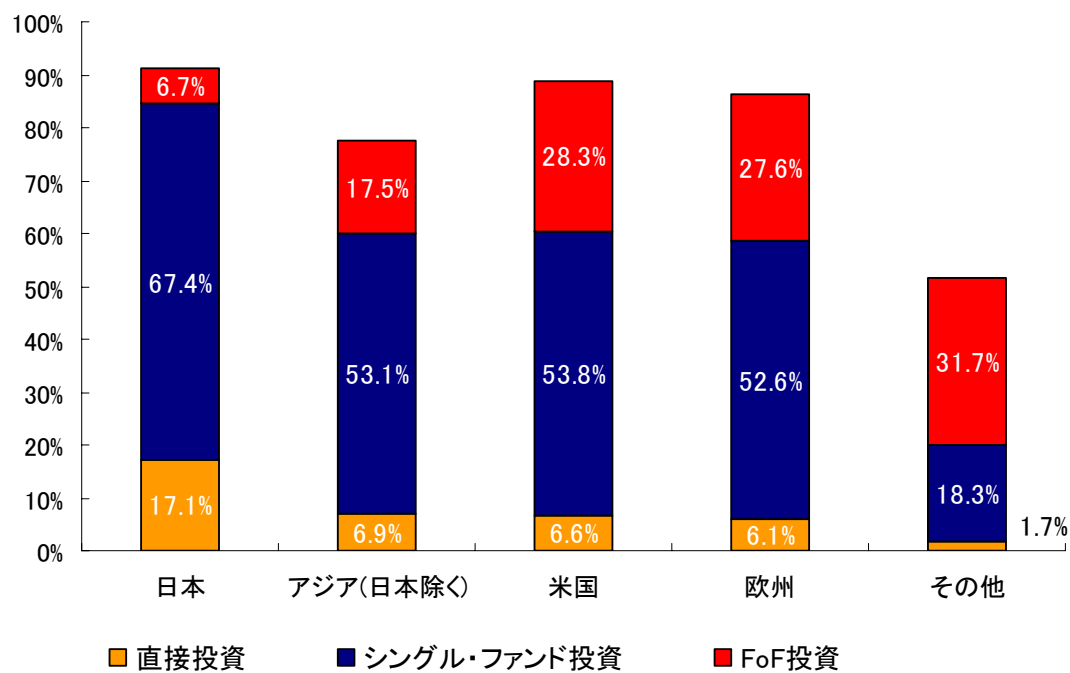



Fig. 3.6.2: 将来の地域別投資形態

4.　PE 投資に関わる項目

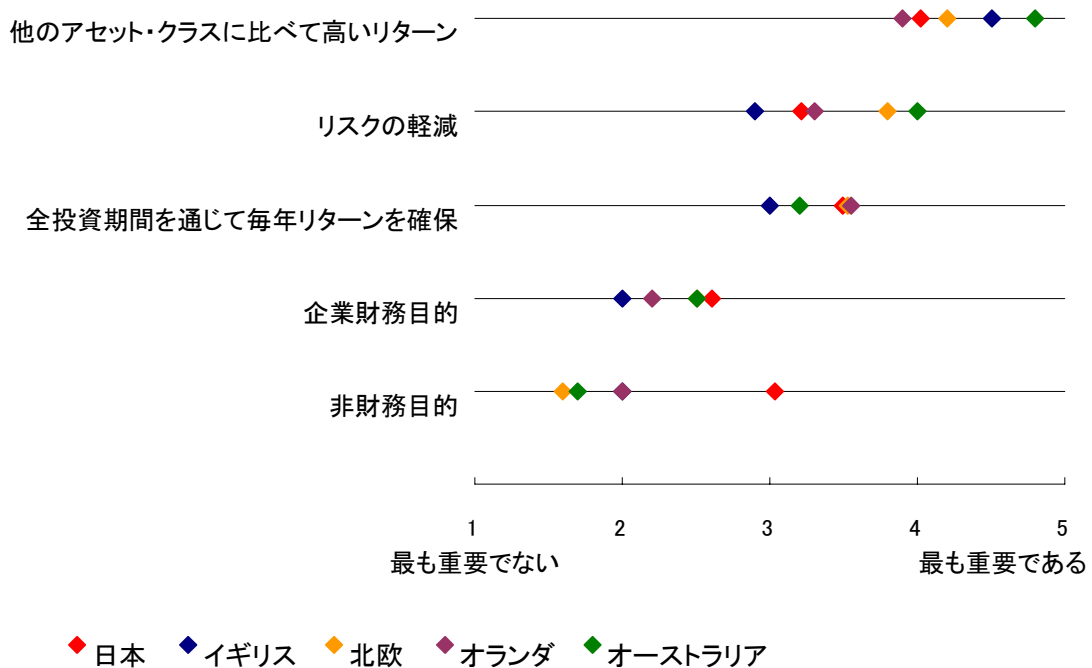
本項では、PE 投資に関わる以下の項目について分析する。

- PE 投資の目的
- PE 投資における期待リターン
- PE 投資戦略
- PE 投資における障害

4.1. PE 投資の目的

PE 投資の目的について国際比較を行った結果を示すのが Fig. 4.1.である。ここでは、PE 投資を行う様々な目的について、最も重要でないものを 1、最も重要であるものを 5 として、5 段階で評価してもらった結果が示されている。

各国ともに、他のアセット・クラスに比べて高いリターンと、リスクの軽減が PE 投資目的として重視されている。さらに細かくみると、日本の特徴が次のように浮かびあがってくる。各国と比較した場合、相対的に、日本はリターンもリスクの軽減についてもそれほど重視していないことがわかる。その一方で、短期的な企業財務上の効果や非財務的な目的が重視されているのが日本の特徴である。特に、非財務的目的については日本が突出して重視している。

Fig. 4.1: PE 投資の目的

4.2. PE 投資における期待リターン

投資家が期待する絶対リターン、および PE 投資に期待するリターンと上場株式投資に期待するリターンとの差異をみることにより、回答者のリスクに対する認識や回答者が投資の成果として求めるプレミアム等が浮き彫りとなった。

Fig. 4.2.1.に示したように、日本では、PE 投資に対して平均で 13.3%のリターンを期待している。また、上場株式投資から得られるリターンに対するプレミアムとして 6.7%上回ることを期待しているということがわかる。

各国で比較した場合、PE 投資にかかる期待リターンについては、最高のオーストラリアの 16.5%から最低のオランダ 10.0%まで多少の差があるが、各国とも期待リターンについて 10%以上は最低でも追求していることがわかる。また、上場株式投資に対する期待リターンプレミアムについては、日本を除く調査国では 3.2%から 4.9%と 3.0-5.0%の範囲で納まっている。

Fig. 4.2.1: PE 投資における期待リターン

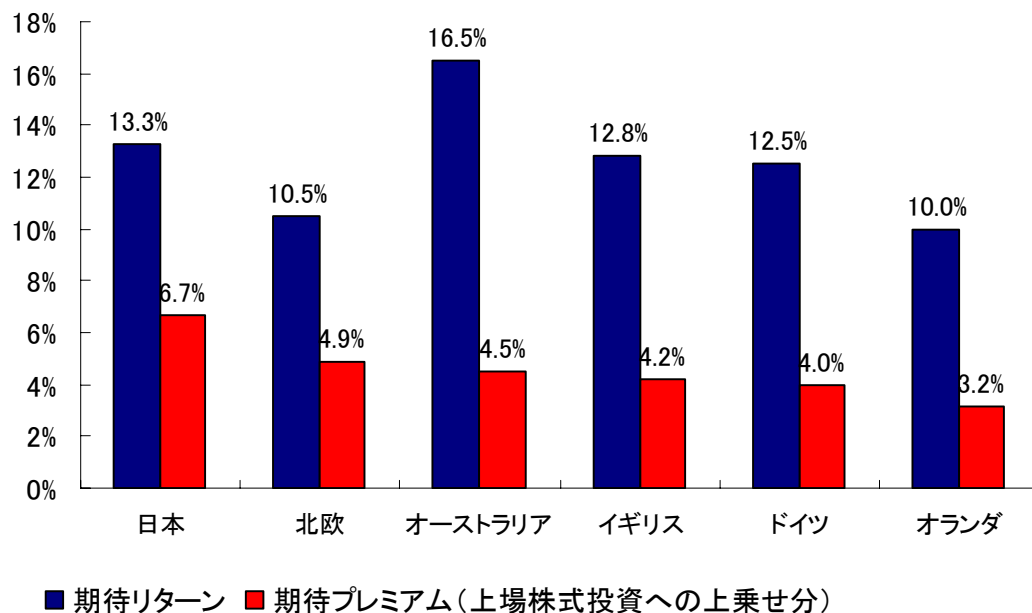



Fig. 4.2.2.は、Fig. 4.2.1.で示された期待プレミアムが、期待リターンに占める割合を国ごとに算定したものである。PE 投資に対する期待プレミアムの大きさは日本が最も大きい。このことは、伸び悩む上場株式投資に比べ、PE 投資に大きな成長性が見込まれていることの

表れであり、今後の PE 投資の重要性を読み取ることができる。このことは、総投資額に占める PE 投資額の割合が、現在から将来にかけて、急激に高まることと整合的である（Fig.3.3.2. Fig.3.3.3.）

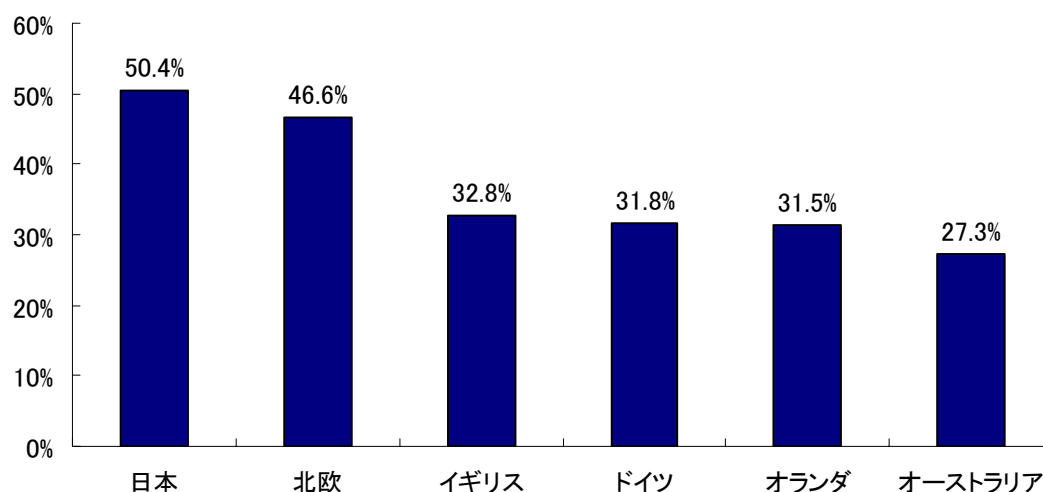
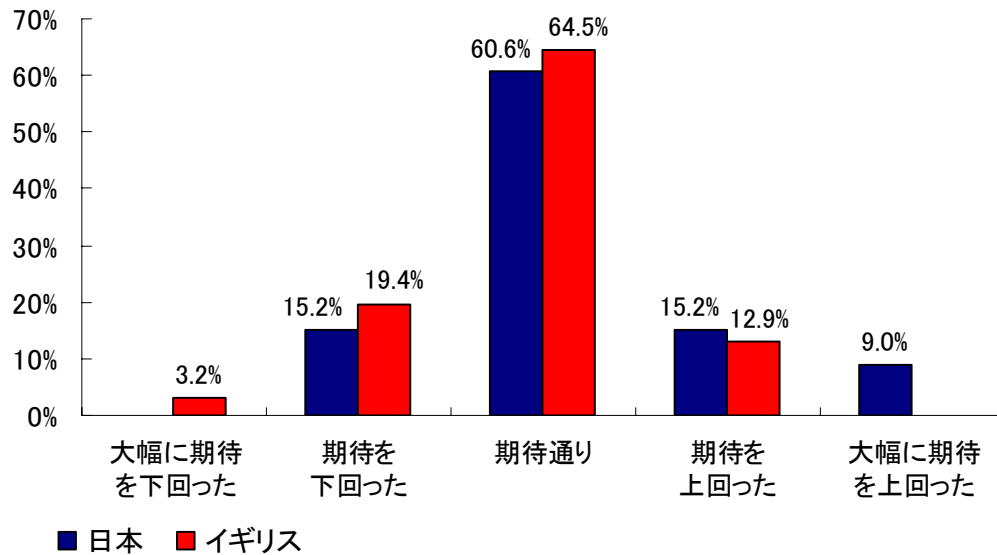
Fig. 4.2.2: 期待プレミアムが期待リターンに占める割合

PE 投資から実際に得られたリターンが期待通りであったかについてまとめたのが Fig. 4.2.3. である。グラフに示した通り、日本では、回答者の過半数(60.6%)は 過去の投資から得られたリターンが期待通りだったと回答しており、15.2% はリターンが期待を上回ったとし、9.0%は PE 投資からのリターンが大幅に期待を上回ったと回答している。データのあるイギリスと比較した場合、「期待通り」以下についてはイギリスが日本を上回っており、「大幅に期待を下回った」と回答した日本の機関投資家はいない。一方、「期待を上回った」或いは「大幅に期待を上回った」と回答したのは日本の機関投資家がより高く、「大幅に期待を上回った」と回答したイギリスの機関投資家がいなかったことが興味深い。

Fig. 3.1.1.で日本の機関投資家は PE 投資に対して消極的であると指摘し、Fig. 4.2.1.に示したように、イギリスと日本では、期待リターン及び期待プレミアム共に日本の方がイギリスを上回る高いリターンを期待していることを考慮すれば、積極的に PE 投資を行っている日本の機関投資家は、PE 投資に対する利益を期待以上に享受していることになる。

Fig. 4.2.3: PE 投資から得られたリターン

4.3. PE 投資の有無と期待リターン

PE 投資における期待リターンについて、日本の機関投資家のみを取り上げ、PE 投資を行っている機関投資家と行っていない投資家とに分け細かく示したものが Fig. 4.3.である。

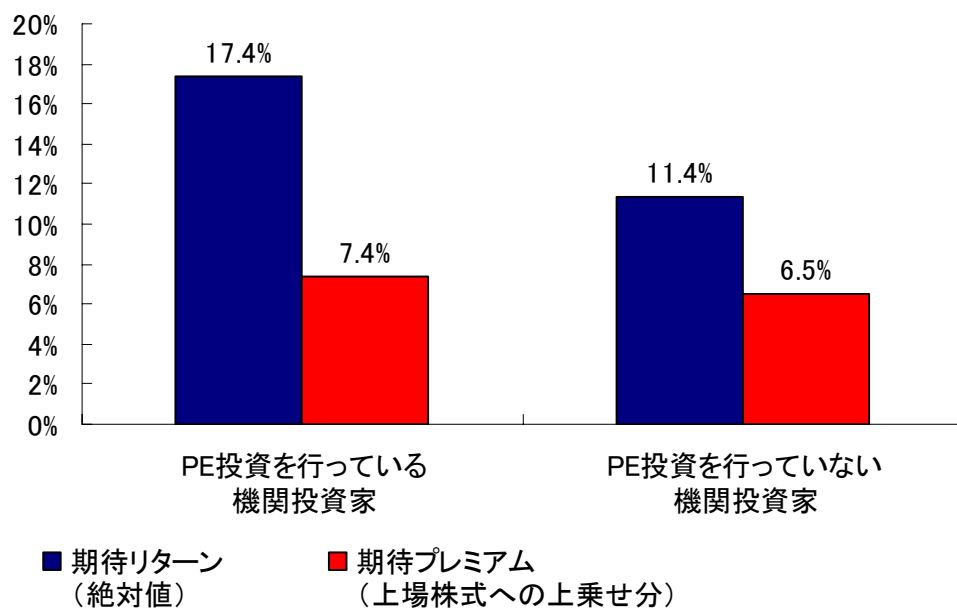
前述のように、国際比較をした場合、日本の機関投資家は上場株式投資を上回る期待リターンとして 6.7%という非常に高い数値を要求している。これは、Fig. 4.1.における投資目的重要性の国際比較で明らかになった事実とねじれた関係にある。つまり、各国との相対比較では、日本は PE 投資の目的として他のアセット・クラスと比べた高いリターンをそれほど重視していない。にもかかわらず、上場株式投資への上乗せ分としての期待プレミアムは、日本が最も高い。何故このようなねじれ現象が生じているのかは、更に調査を行うことによって明らかにする必要がある。

さらにこの点に関して、過去 4 年間の日本の公開株式のパフォーマンスは、TOPIX で 10.2%、日経平均でも 10.5%となっている[10]。従って、未公開株に対する期待プレミアムが 6.7%であるならば、絶対期待リターンは 17%程度になるはずである。つまり、Fig.4.2.1.で示されている日本の機関投資家のPE投資に対する期待リターンは、近年の株式市場のパフォーマンスとは乖離したものとなっている。

[10] TOPIX・日経平均株価ともに、2002 年 5 月の終値と 2006 年 5 月の終値を使用し、平均年次リターンを算定した。

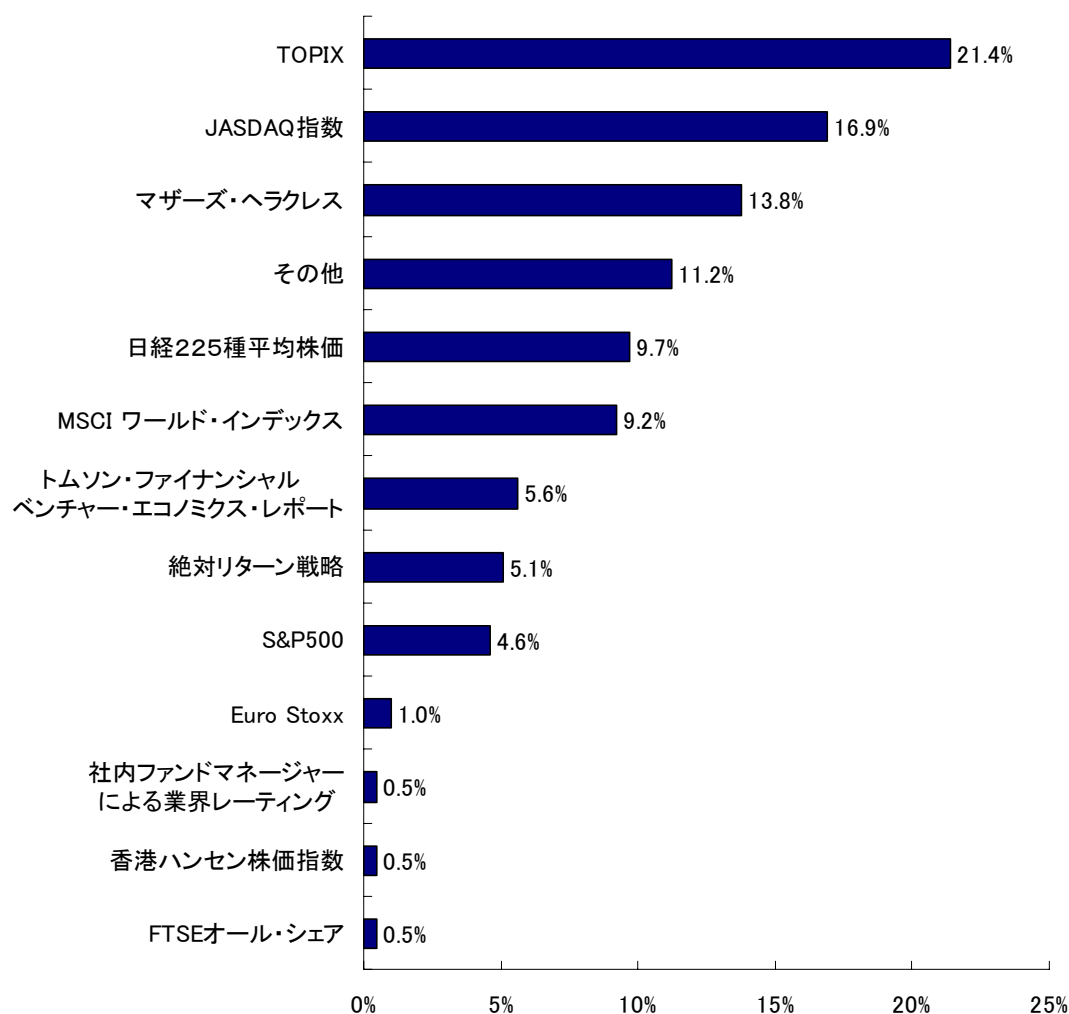
これは、Fig. 4.2.1.の数値は回答者の平均値であり、PE 投資を行っていない機関投資家の数字を含めたものであることと関連している可能性がある。Fig. 4.3.は PE 投資を行っている機関投資家と PE 投資を行っていない機関投資家とに分けて、それぞれの期待リターンの平均値を示したものである。PE 投資を行っている機関投資家の期待リターンの平均値は 17.4%、期待プレミアムは 7.4%であり、過去数年の株式市場のパフォーマンス(10%程度)と整合的な期待リターンをもっていることが示されている。一方、PE 投資を行っていない機関投資家から得られた期待リターンの平均値は 11.4%、期待プレミアムは 6.5%であり、PE 投資に対する期待リターンは、近年の株式市場のパフォーマンスとは乖離したものとなっている。つまり、PE 投資を行っていない機関投資家は、上場株式に対する絶対期待リターンが過去の趨勢とは異なって形成されていると考えられる。

また、Fig. 4.3.と Fig. 4.2.3.を合わせて考察してみると、PE 投資を行っている機関投資家はそうではない機関投資家よりも、高水準の期待リターン(絶対値)を要求し、そして期待通り或いは期待以上のリターンを受け取っていると解釈できる。

4.3: PE 投資の有無と期待リターン

4.4. ベンチマーク

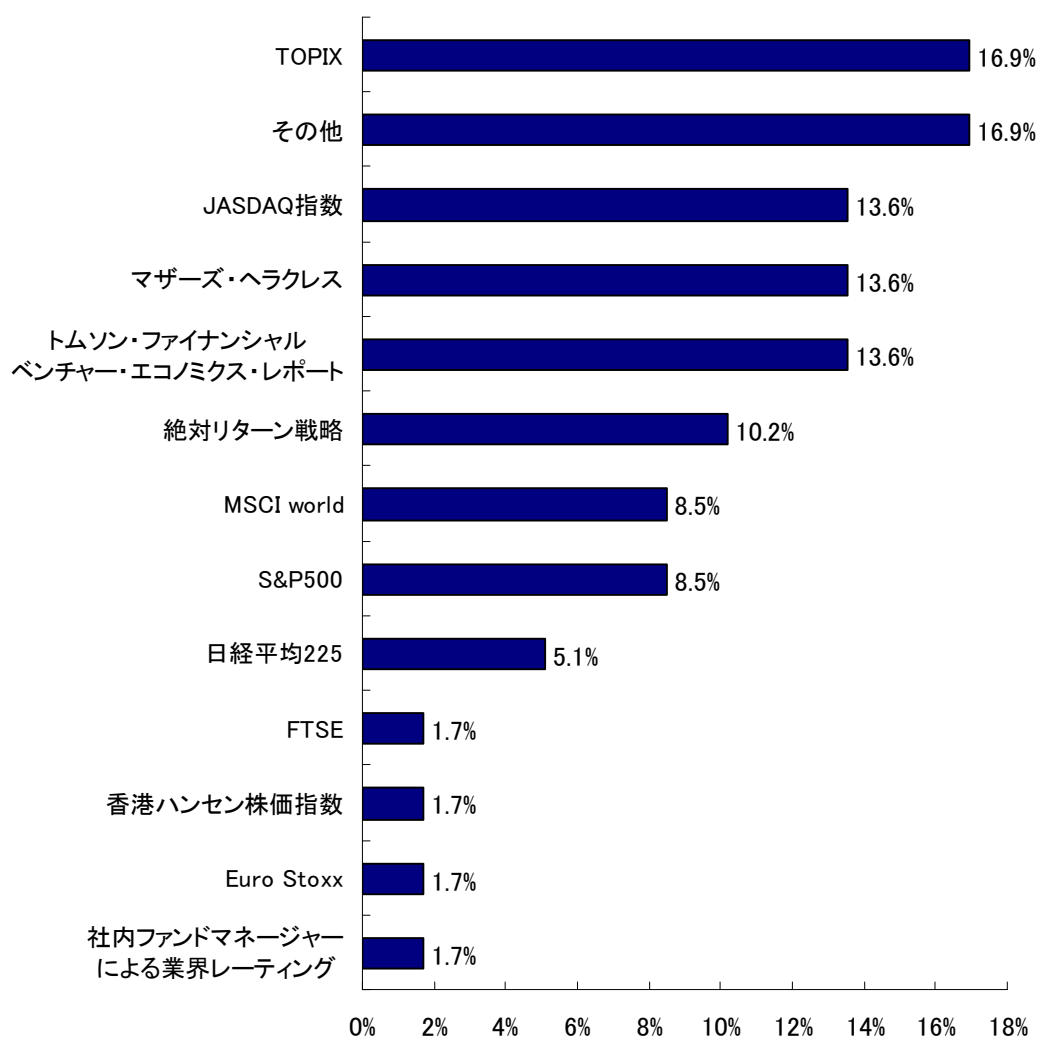
PE 投資では、国内外の様々な指数をベンチマークにして運用を行う。PE 投資のベンチマークとして最も多く活用されている指数について調査すると、日本では、回答者の 21.4%が東証株価指数(TOPIX)を最適なベンチマークとしており、次いで JASDAQ 指数(16.9%)、マザ

ーズ指数･ヘラクレス指数(13.8%)となっている。各国が PE 投資において使用しているベンチマークについて、日本の調査結果に続けて示している(Fig. 4.4.1.以降)。

Fig. 4.4.1.: ベンチマーク（日本）

上掲の結果は、回答者全体の平均値であり、PE 投資を行っていない機関投資家の数字を含めたものである。そこで、PE 投資を実施している回答者のみの回答を用い、ベンチマーク利用の実態を示したものが、Fig. 4.4.2.である。

その結果は大きく異なっている。まず、JASDAQ 指標、マザーズ・ヘラクレス、トムソンなどのベンチャー企業投資に関わる指標が上位にきていることがわかる。次に、絶対リターン戦略の割合が高くなっている。このことと、その他を選択した機関の多くから、「PE 投資は個別案件投資であるためベンチマークを用いない」といった趣旨の回答を得たことを合わせて考えると、何かの指標を上回ることを目標とせず、リターンの絶対額を追い求め

ながら投資を行っていることがわかる。

Fig. 4.4.2: PE 投資を行っている回答者が用いるベンチマーク（日本）

一方､イギリスの PE 投資において利用されるベンチマークについてまとめたのが､Fig. 4.4.3. である。イギリスでは、自国の証券市場の指標である FTSE オールシェアが最も多く用いられており、絶対リターン戦略がその次に重視されている。絶対リターン戦略が重視されるのは、イギリスの特徴といえる。

なお、北欧・オランダが、他国と比べて相対的に高かったのは、社内ファンド・マネージャーによる業界レーティングである。日本では、この社内でのレーティングは、ほとんど利用されていないことが明らかとなった(Fig. 4.4.1., Fig. 4.4.2.)。

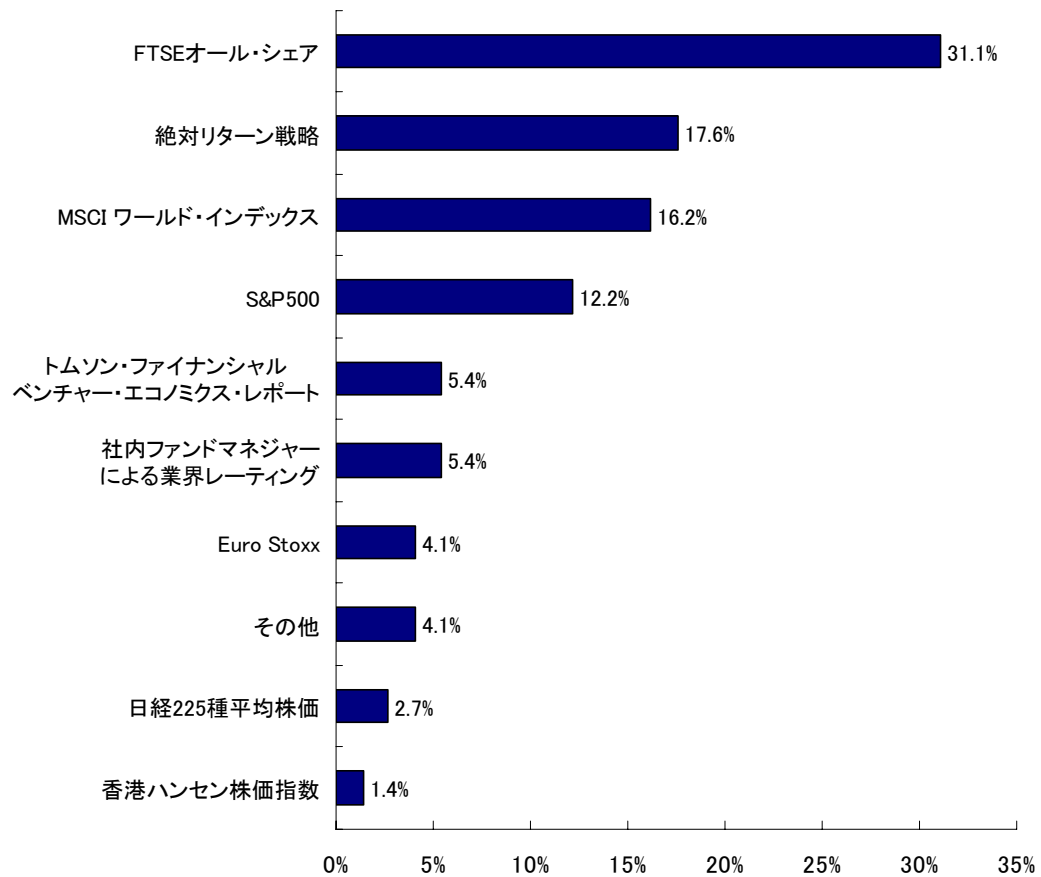
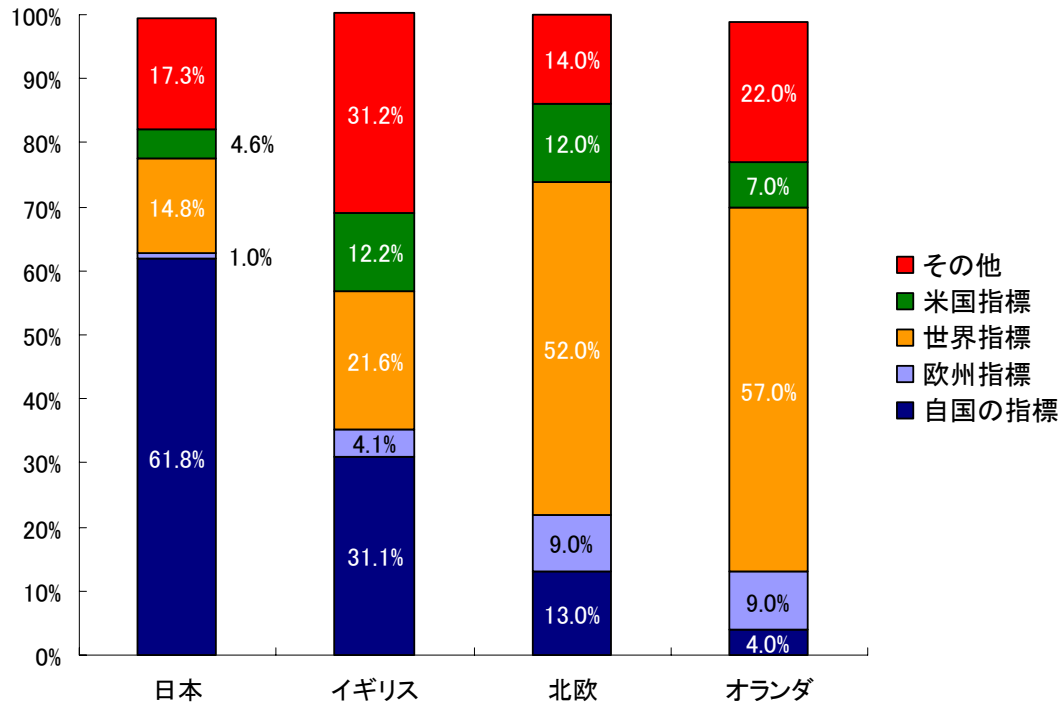
Fig. 4.4.3: ベンチマーク（イギリス）

各国が使用するベンチマーク指標を、5 つのカテゴリーにまとめたものが Fig. 4.4.4.である(図表の下にカテゴリーの内訳を示している)。これにより、各国が使用するベンチマークの特徴をより明確に捉えることができる。自国指標を最も重視するのが日本である。オランダや北欧では、自国指標の割合(あるいは自国指標に欧州指標を加えた割合)が極めて低くなっている。その一方で、オランダ・北欧は世界指標を重視している。

Fig. 4.4.4: ベンチマーク（各国比較）

・自国の指標：自国の証券取引所に関わる指標

・世界指標：MSCI ワールド・インデックス、トムソン・ファイナンシャル
　ベンチャー・エコノミクス・レポート

・米国指標：S&P500

・欧州指標：Euro Stoxx

PE 投資の責任者について各国の比較をしたものが Fig. 4.4.5.のグラフである。グラフに示されたように、日本とドイツでは資本市場投資の責任者が(CIO)が PE 投資の責任者であると回答している比率が高く、日本は最も比率が高い。

Fig. 4.4.5: PE 投資の責任者

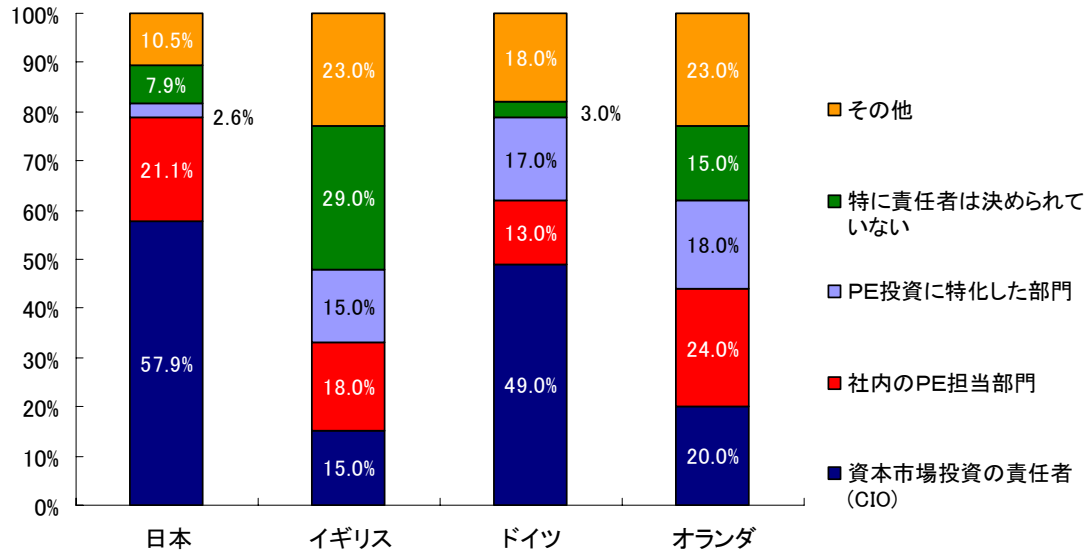
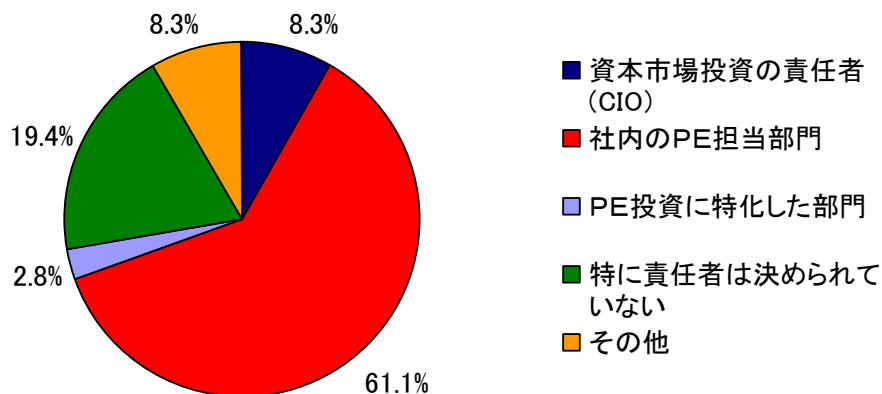
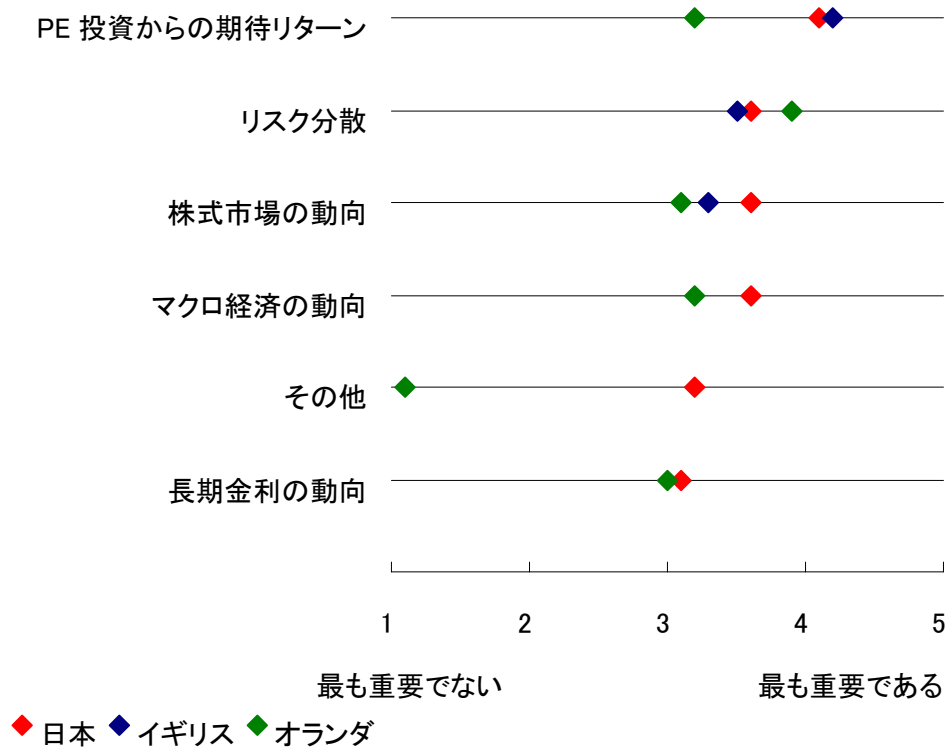



Fig. 4.4.5.の日本の数値は、回答者全体の値である。そこで、PE 投資の責任者について、回答者の中から、PE 投資に実際に取組んでいる回答者のみの回答を取り出したものが、Fig. 4.4.6.である。Fig. 4.4.5.では、あたかも日本の機関投資家は、PE 投資についても資本市場投資の責任者(CIO)が兼務しているようにみえるが、実際に PE 投資を行っている機関投資家だけをみると、社内に PE 担当部門を有しているところが圧倒的に多いことがわかる。

Fig. 4.4.6: PE 投資の責任者（PE 投資を行っている回答者のみ）

4.5. PE 投資戦略

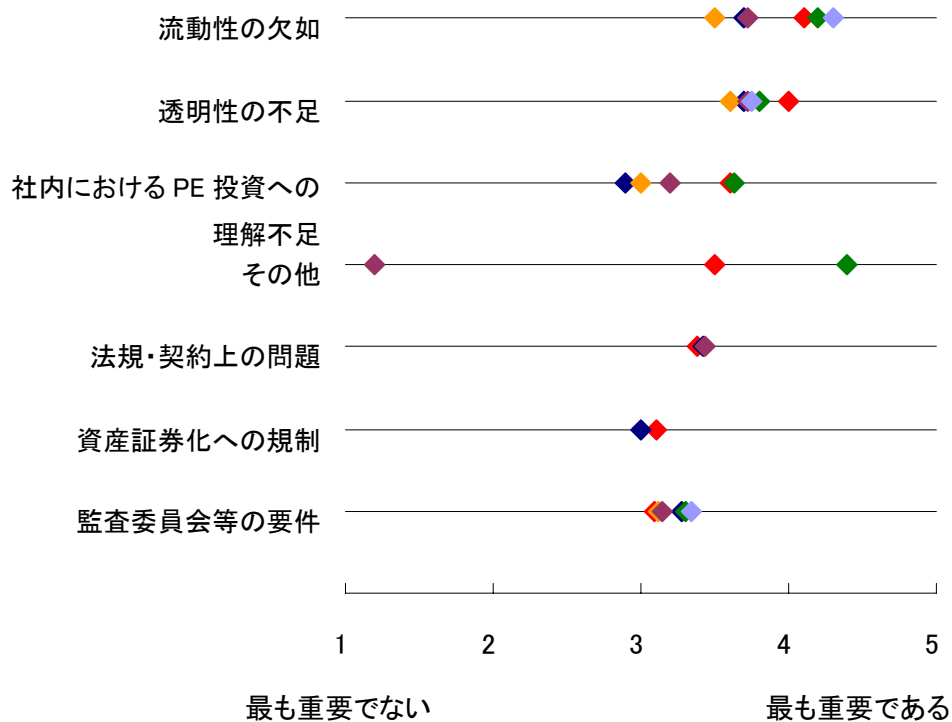
PE 投資戦略に関連する様々な要素について、回答者に、自社の中期的(2〜5 年)戦略における重要度を、1 (最も重要でない) から 5 (最も重要である)まで 5 段階で評価してもらった。その結果を示したものが Fig. 4.5.である。日本においては、PE 投資戦略を決定するうえで最も重要な要素は、PE 投資からの期待リターン(4.1)であり、次いでリスク分散(3.6) 株式市場の動向(3.6) 、マクロ経済の動向(3.6)となった。

また、中期的 PE 投資戦略決定における判断項目についてデータのある日本、イギリス、オランダを比較してみると、日本、イギリス共に「PE 投資からの期待リターン」が最も重要視され、ついで「リスク分散」である。一方オランダはリスク分散を最重要視している。

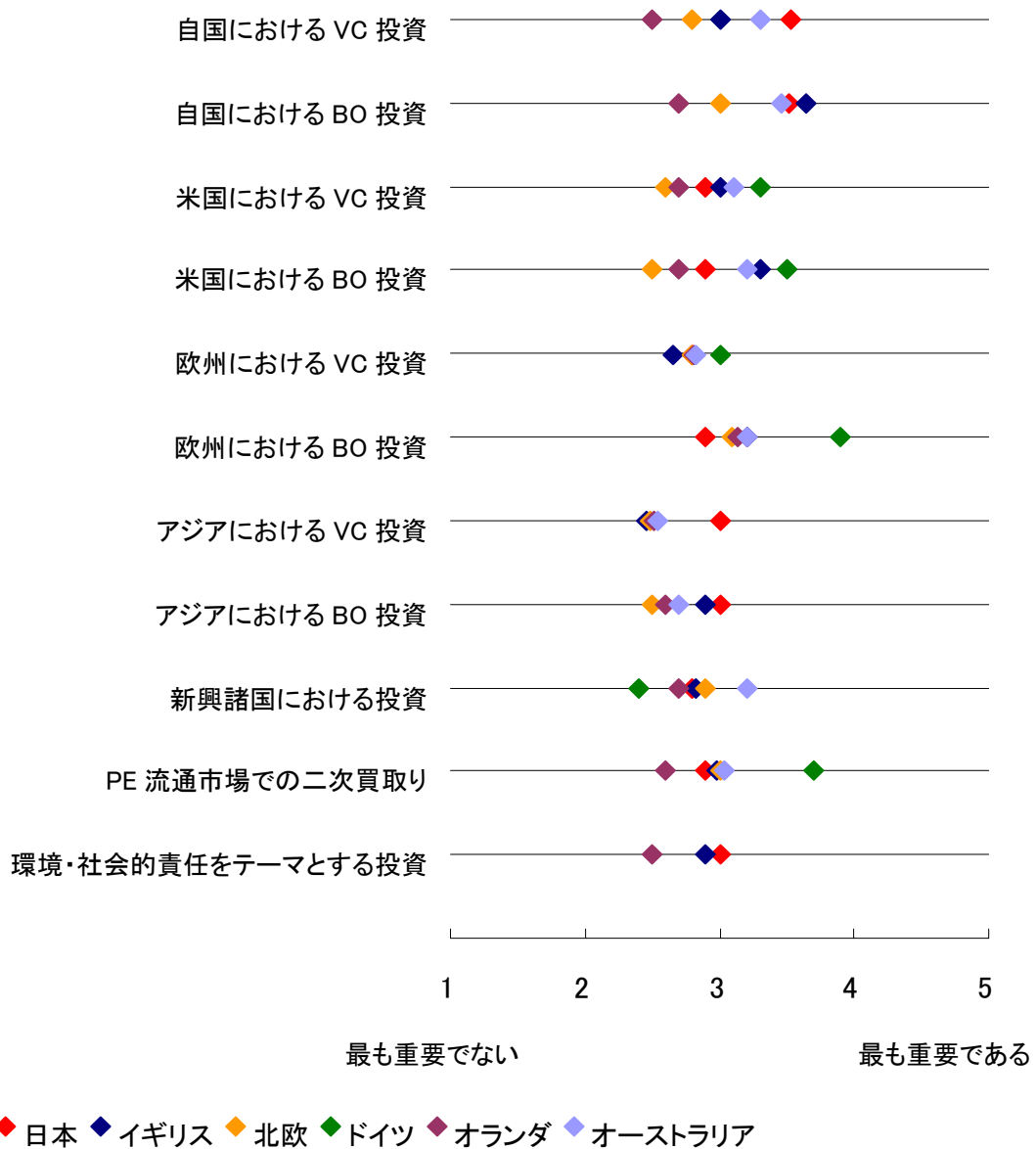
Fig. 4.5: 中期的 PE 投資戦略決定における判断項目

4.6. PE 投資における障害

PE 投資を行うにあたり、様々な障害がある。PE 投資を行う際に障害となる要素について 1 (最も重大でない)から 5 (最も重大である)まで 5 段階で評価してもらった。その結果が、Fig. 4.6. に記されている。日本において最も大きな障害は、流動性の欠如(4.1)と透明性の不足(4.0)となっている。

調査各国で比較してみると、北欧を除く各国とも「流動性の欠如」をトップに挙げており、イギリス・オランダ・北欧はその他の要因として「透明性の不足」を挙げており、それぞれ 3.7、3.7、3.6 ポイントとなっている。

Fig. 4.6: PE 投資を行ううえでの障害

5.　PE 投資の種類別の重要性

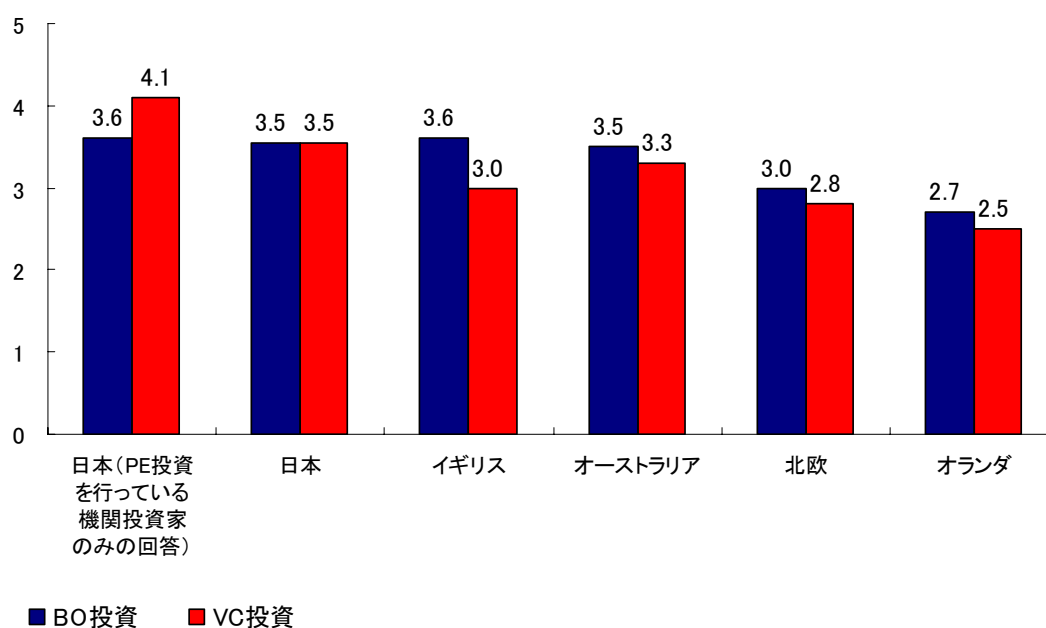
向こう 2〜5 年間を考えた場合、PE 投資の種類別について、それぞれの重要性を回答者に 1 (最も重要でない)から 5 (最も重要である)までの 5 段階で評価してもらった。日本におけるベンチャー･キャピタルと事業拡大･バイアウト投資が今後最も重要とみなされており、アジアにおける事業拡大･バイアウト投資とベンチャー･キャピタルがそれに続いた。与えられた項目の中では、欧州におけるベンチャー･キャピタルが最も重要性が低いとみなされていることが明らかとなった。

Fig. 5.1: 将来における PE 投資の種類別重要性

将来における PE 投資の分類別重要性をみると、各国共自国における事業拡大・バイアウト投資を重要視していることが分かる。また、同一地域における VC 投資と事業拡大・バイア

ウト投資では、事業拡大・バイアウト投資がより重要視されている。これは、各国共に機関投資家にとっては、VC 投資よりもキャッシュ・フローが見える事業拡大・バイアウト投資のほうが、投資対象として魅力的であるということを示している。

Fig. 5.1.のうち、自国の VC 投資と事業拡大・バイアウト投資に対する魅力度の値だけを抜き出して並べたものが Fig. 5.2.である。日本は、VC 投資・事業拡大バイアウト投資について、PE 投資に積極的な北欧・オーストラリア、あるいは PE 投資に実績のあるイギリスなどと比べて、自国の投資に強く魅力を感じていることがわかる。

また、実際に PE 投資に取組んでいる回答者のみの回答を Fig. 5.2.の左端に加え、比較してみると、日本は自国の VC 投資、事業拡大バイアウト投資に大いに魅力を感じている実状がより一層明らかとなる。

Fig. 5.2: 自国投資の魅力度

6. 終わりに

本調査の結果及び国際比較の結果から、PE 投資に関わる重要項目ついてまとめると以下の通りとなる。

PE投資への配分

・ 回答者の 25.2% は既に PE 投資を行っており、その多くは 2000 年以降に開始している。
・ 既に PE 投資を行っている機関投資家の多く(55.9%)は、総運用資産における PE 投資の割合が、現時点において 1.0%に満たない。
・ 総運用資産の 10.0%以上を PE 投資に配分するだろうという機関投資家の割合は、今後 2〜5 年の間はほとんど変動しない。一方、PE 投資への配分を総運用資産の最大 10.0%までとする機関投資家の割合は、現在は 2.9%であるのに対し 2〜5 年後については 8.6%に増加し、最大 5.0%までとする機関投資家は、現在の 14.3%から 2〜5 年後は 28.6%となった。

PEに対する投資形態

・ シングル･ファンドへの直接投資は、現在は全 PE 投資の 63.6% を占めるが、将来的には 60.5%と減少傾向にある。
・ 企業への直接投資は、現在 20.0%を占めているのに対し、将来的には 18.0%とやや減少する。
・ ファンド･オブ･ファンズ(FoF)への投資は、現在の 16.4%から、今後の見通しでは 21.5%にまで増加する。

地域別の配分

・ 現在の PE 投資（コミットメントベース）の大部分は日本国内への投資 (67.3%)となっているが、今後は 63.2%とその割合はやや減少しそうである(-4.1%)。
・ 一方で、海外向けアロケーションは増加する見通しである。アジア地域向けは現在の 3.8%から 6.3%と 2.5%ポイント増加、欧米向けは 28.0%から 29.4%へと 1.4%ポイント増加する見通しである。

PE投資の目的

・ 日本の機関投資家が PE 投資を行う最も重要な目的は、他のアセット・クラスに比べてより高いリターンを獲得することであり、続いてポートフォリオの分散である。
・ PE 投資については平均 13.3%の絶対リターンを期待している。また、PE 投資からは上場株等への投資を 6.7%上回るリターンを得ることを期待している。
・ PE 投資を行っている機関投資家と PE 投資を行っていない機関投資家の期待リターンに

ついては、PE 投資を行っている機関投資家の期待リターンの平均値は 17.4%、期待プレミアムは 7.4%であり、過去数年の株式市場のパフォーマンス(10%程度)と整合的な期待リターンをもっていることが示されている。一方、PE 投資を行っていない機関投資家から得られた期待リターンの平均値は 11.4%、期待プレミアムは 6.5%であり、PE 投資に対する期待リターンは、近年の株式市場のパフォーマンスとは乖離したものとなっている。

・ 各国ともに、他のアセット・クラスに比べて高いリターンと、リスクの軽減が PE 投資目的として重視されている。さらに細かくみると、日本の特徴が次のように浮かびあがってくる。各国と比較した場合、相対的に、日本はリターンもリスクの軽減についてもそれほど重視しておらず、その一方で、短期的な企業財務上の効果や非財務的な目的が重視されており、特に、非財務的目的については日本が突出して重視している。

PE投資の責任者

・ PE 投資の責任者については、回答者全体ではあたかも日本の機関投資家は PE 投資について資本市場投資の責任者(CIO)が兼務しているような結果が示されているが、回答者の中から PE 投資に実際に取組んでいる回答者のみの回答を取り出してみると、社内に PE 担当部門を有しているところが圧倒的に多い。

満足度

・ 回答者の大多数(60.6%)は、彼らの投資リターンが期待に応えるものだったとしている。9.0%が期待を大幅に上回ったと回答し、期待を上回ったという回答は 15.2%だった。

【参考文献】

Center for Management Buy-out Research [2005], "Private equity: a study of UK institutional

investors.", Nottingham University Business School.

David,F.S. [2000] *"Pionnering portfolio management"*, THE FREE PRESS,（大輪秋彦監訳[2003]『勝者のポートフォリオ運用－投資政策からオルタナティブ投資までー』、きんざい。）

Johan,G. [2005] "Study of Nordic institutional investor's attitudes to private equity investing.", Stockholm School of Economics.

Jhon,R,E. [2005], "Study of Australian superannuation fund attitudes to private equity investing.", The University New South Wales.

Sofia,J. [2005] "Study of Dutch institutional investor's attitudes to private equity investing.", University of Tilburg.

Stefan,J., and Matthias,M. [2003] "The role of unlisted investments in the German insurance industry.", University of Applied Science in Wiesbaden.

厚生年金基金連合会[2001]『厚生年金基金の資産運用－資産運用実態調査の役割と実証分析』。

企業年金連合会[2006]『企業年金に関する基礎資料』。